

2026 年 05 月 10 日

MASLD/MASH 赛道行业景气度持续上行，建议关注福瑞医科、众生药业

投资评级：看好（维持）

——医药行业周报（26/5/6-26/5/8）

#### 证券分析师

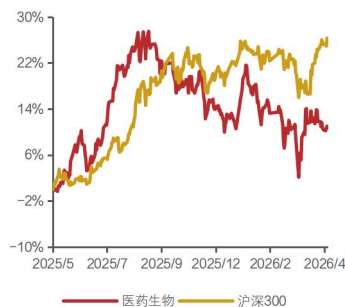
刘闯

SAC: S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

#### 联系人

#### 板块表现：



➤ **本周医药市场表现分析：**5月6日至5月8日，医药指数上涨0.31%，相对沪深300指数超额收益为-1.03 pct。本周交易日较短，行情主要以事件或个股催化为主，如汉坦病毒带动相关概念个股股价上涨；其他重要事件方面，众生药业 ZSP1601 的 IIb 期临床数据亮眼，形成重要催化。展望 5 月，我们认为创新药及产业链有望演绎个股  $\alpha$  行情，同时有事件催化的个股有望表现较好。建议关注：1）创新药建议重点关注 IO2.0+ADC，III 期临床或将迎来重要节点，同时关注 2026 年有实质性临床进展的个股和 BD 预期差大的个股，建议关注：A 股）信立泰、君实生物、上海谊众、华纳药厂、泽璟制药、热景生物、恒瑞医药、科伦药业、福元医药、苑东生物、泰恩康、汇宇制药、智翔金泰等；港股）康方生物、三生制药、信达生物、映恩生物、科伦博泰、翰森制药、中国生物制药、石药集团、荣昌生物、康诺亚等。重视创新药产业链的结构性景气度回升机会；2）外需 CDMO 建议关注如药明康德、凯莱英等，早研和上游关注药康生物、百奥赛图、美迪西、益诺思、昭衍新药等；3）关注跨界标的如“医疗+光学”业务布局的海泰新光等。4）重视估值低位的资产，中药如健民集团、马应龙、天士力等，消费如爱尔眼科、通策医疗、我武生物等。

➤ **医药指数和各细分领域表现、涨跌幅：**本周上涨个股数量 285 家，下跌个股 176 家，涨幅居前个股为众生药业（+22.57%）、博拓生物（+19.09%）、华康洁净（+16.54%）、\*ST 荣控（+15.71%）和达安基因（+14.88%）。跌幅居前个股为 ST 迪瑞（-26.32%）、ST 万邦（-14.25%）、ST 嘉应（-14.21%）、ST 金花（-14.17%）和 ST 海王（-14.15%）。

➤ **MASLD/MASH 赛道行业景气度持续上行，建议关注福瑞医科、众生药业。**代谢相关脂肪性肝病（MASLD）及其进展亚型 MASH，是全球最常见的慢性肝病之一，患者规模庞大，临床缺乏有效治疗药物，未满足需求突出。随着疾病机制研究深入及全球药企持续加码投入，MASH 赛道正进入商业化兑现与关键管线密集收获期，行业快速扩容可期。目前全球已有两款 MASH 药物获 FDA 批准上市。Madrigal 的瑞司美替罗 2024 年获批后快速放量，2025 年销售额达 9.58 亿美元，验证 MASH 赛道商业化潜力；诺和诺德的司美格鲁肽 MASH 适应症于 2025 年获批，进一步推动行业渗透。与此同时，多款候选药物进入 III 期临床，安进、礼来、罗氏等跨国药企积极布局。国内药企方面，众生药业的创新药 ZSP1601 IIb 期数据亮眼，在抗纤维化、降血脂及肝功能改善方面均展现积极疗效，有望跻身国内 MASH 新药第一梯队；福瑞医科作为全球无创肝病检测的重要竞争者，核心产品 FibroScan 有望充分受益肝病筛查与疗效监测需求提升。

➤ **投资观点及建议：**经过 2015-2025 年的十年创新转型，中国医药产业完成了新旧增长动能转换（创新替代仿制，出海能力提升），尤其是创新药显著打开了中国医药企业增长新曲线，具体来看，1）中国创新药产业已具规模，恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药等传统 Pharma 已完成创新的华丽转身，康方生物、科伦博泰、百利天恒等创新药公司正在以全球 First-in-class 的姿态快速崛起；2）中国创新药强势崛起背景下，创新药产业链如早研和科研上游景气度回升，药康生物、百奥赛图、昭衍新药、美迪西等有望持续受益。3）中国制造能力持续提升，迎来更多出海机遇，如微创医疗、联影医疗、华大智造、微电生理等。另外，国内需求端和支付端也在持续推动新增量；4）需求端，老龄化持续加速，心脑血管、内分泌、骨科等慢性疾病需求持续提升，银发经济长坡厚雪；5）支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系。同时，新技术也在加速行业变革；5）AI 大科技浪潮下，医药有望释放新的成长逻辑，脑机接口、肿瘤早筛、AI 医疗等快速发展。展望 2026 年，我们继续看好以创新为主的医药科技主线，重点关注创新药、脑机接口、AI 医疗、手术机器人等，同时建议布局 2026 年行业有望迎来反转的老龄化及院外消费，关注估值较低的麻药、血制品、中药等。

➤ **本周建议关注组合：**上海谊众、药康生物、福瑞医科、海泰新光、美好医疗；

➤ **5 月建议关注组合：**信立泰、君实生物、上海谊众、华纳药厂、海西新药、康诺亚、药康生物、

健民集团、福瑞医科、海泰新光。

- **风险提示：**行业竞争加剧风险，政策变化风险，行业需求不及预期风险。

## 内容目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 1. MASLD/MASH 赛道行业景气度持续上行，建议关注福瑞医科、众生药业 .....      | 5  |
| 1.1. 众生药业：ZSP1601 IIb 期数据亮眼，国产 MASH 新药取得关键突破 ..... | 6  |
| 1.2. 福瑞医科：专注肝病诊疗领域，持续受益 MASH 产业浪潮 .....            | 7  |
| 2. 行业观点：坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架 ..... | 8  |
| 3. 风险提示 .....                                      | 14 |

## 图表目录

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1: Resmetirom 上市以来全球销售额 (2024-2026Q1) .....                 | 5  |
| 图表 2: 全球 MASH/MASLD 领域核心在研药物研发进度 (III 期临床及以上) .....            | 6  |
| 图表 3: ZSP1601 片的 IIb 期临床试验顶线数据 .....                           | 7  |
| 图表 4: FibroScan 销量及增速 (2018-2025) .....                        | 8  |
| 图表 5: FibroScan 不同销售模式收入占比 (2025 年) .....                      | 8  |
| 图表 6: 本周申万医药行业涨幅 Top10 .....                                   | 8  |
| 图表 7: 本周申万医药行业跌幅 Top10 .....                                   | 9  |
| 图表 8: 2024 年初至今医药指数表现 .....                                    | 9  |
| 图表 9: 申万各板块年初至今涨跌幅情况 .....                                     | 10 |
| 图表 10: 年初至今医药子板块涨跌幅情况 .....                                    | 10 |
| 图表 11: 本周医药子板块表现情况 .....                                       | 10 |
| 图表 12: 申万各板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 8 日, 整体 TTM 法) .....       | 11 |
| 图表 13: 申万医药及沪深 300 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 8 日, 整体 TTM 法) ..... | 11 |
| 图表 14: 申万医药各细分板块 PE 估值情况 (截至 2026 年 5 月 8 日, 整体 TTM 法) .....   | 12 |
| 图表 15: 2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例 (亿元) .....                       | 12 |

## 1. MASLD/MASH 赛道行业景气度持续上行，建议关注福瑞医科、众生药业

代谢相关脂肪性肝病（MASLD）及其进展亚型代谢相关脂肪性肝炎（MASH），是全球最常见的慢性肝病之一。该疾病患者基数庞大、发病隐匿且病程进展缓慢，叠加长期缺乏标准化有效治疗药物，使得 MASH 成为肝病领域临床未满足需求高、成长潜力突出的优质赛道。近年来，随着疾病机制研究不断深入、全球药企研发投入持续增加，MASH 药物领域正进入商业化兑现与关键管线密集收获期，行业有望加速迎来诊疗普及与市场规模的快速扩容。

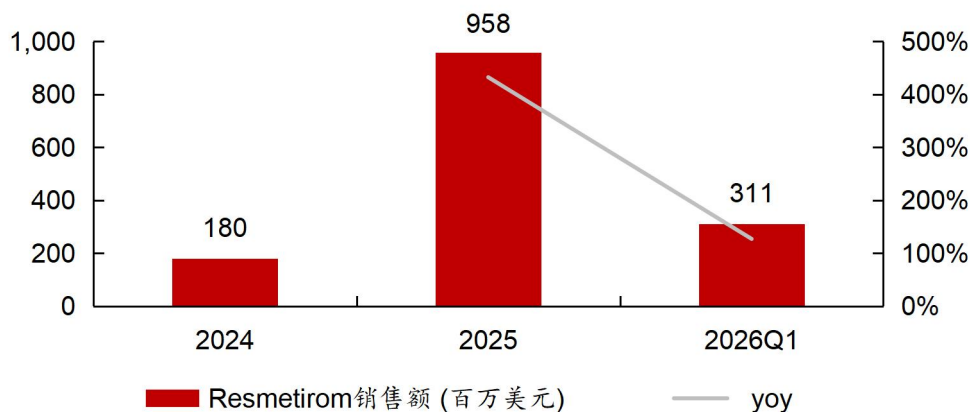
目前，全球已有两款 MASH 药物获 FDA 批准上市，标志着行业正式进入商业化时代。

**1、First-in-class 小分子药物：**Madrigal Pharmaceuticals 的瑞司美替罗（Resmetirom）于 2024 年 3 月获批，成为全球首个用于治疗伴中重度肝纤维化（F2-F3）非肝硬化 MASH 患者的创新药物。作为 THR- $\beta$  选择性激动剂，该产品首次验证了精准靶向机制在 MASH 领域的可行性。上市后放量迅速，2024 年销售额达 1.8 亿美元，2025 年进一步增长至 9.58 亿美元，2026 年 Q1 单季度收入已达 3.11 亿美元，同比增长 127%，充分验证了 MASH 临床需求与商业化潜力。

**2、代谢大品种适应症拓展：**诺和诺德的司美格鲁肽 MASH 适应症于 2025 年 8 月获批，成为全球第二款上市的 MASH 治疗药物。依托其在减重及糖尿病领域建立的庞大患者基础和成熟商业化体系，司美格鲁肽有望加速推动 MASH 市场教育与渗透，进一步提升行业景气度。

与此同时，全球已有多款 MASH/MASLD 候选药物推进至 III 期临床阶段，机制布局多元化，涵盖泛 PPAR 激动剂、GLP-1R/GCGR 双激动剂、FGF21 类似物及 FGF21-Fc 融合蛋白等多种靶点与机制路径。安进、礼来、诺和诺德、勃林格殷格翰、GSK、罗氏等多家跨国药企均积极布局，行业呈现“多机制并行、多靶点竞争”的研发格局。随着后续更多药物进入商业化阶段，未来 MASH 领域有望逐步向联合治疗和精准分层治疗演进，行业整体市场空间有望持续扩容。

图表 1：Resmetirom 上市以来全球销售额（2024-2026Q1）



资料来源：Madrigal 公司官网，华源证券研究所

**图表 2：全球 MASH/MASLD 领域核心在研药物研发进度（III 期临床及以上）**

| 疾病               | 药品名称              | 研发机构                 | 作用机制                         | 靶点                | 全球最高研发阶段 | 疾病全球最高研发阶段开始日期 |
|------------------|-------------------|----------------------|------------------------------|-------------------|----------|----------------|
| 代谢相关脂肪性肝炎 (MASH) | 瑞司美替罗             | Madrigal             | THR-β激动剂                     | THR-β             | 批准上市     | 2024-03-14     |
|                  | 司美格鲁肽             | Novo Nordisk         | GLP-1R 激动剂                   | GLP-1R            | 批准上市     | 2025-08-15     |
|                  | Aramchol          | Galmed               | SCD1 抑制剂                     | SCD1              | III 期临床  | 2019-09-26     |
|                  | 拉尼兰诺              | Gilead Sciences      | 泛 PPAR 激动剂                   | PPARα;PPARδ;PPARγ | III 期临床  | 2021-04-19     |
|                  | 索弗度肽              | Boehringer Ingelheim | GLP-1R 激动剂;GCGR 激动剂          | GLP-1R;GCGR       | III 期临床  | 2024-03-13     |
|                  | 依鲁西夫明             | Amgen(Akero)         | FGF21- Fc 融合蛋白               | FGF21             | III 期临床  | 2023-12-08     |
|                  | pegozafermin      | Roche(89Bio)         | FGF21 类似物                    | FGF21             | III 期临床  | 2024-03-12     |
|                  | efimosfermin alfa | GSK(Bp Asset IX)     | FGF21 类似物                    | FGF21             | III 期临床  | 2025-10-27     |
| 代谢相关脂肪肝病 (MASLD) | 司美格鲁肽             | 诺和诺德                 | GLP-1R 激动剂                   | GLP-1R            | III 期临床  | 2025-03-14     |
|                  | 玛仕度肽              | 礼来;信达生物              | GLP-1R 激动剂;OXM 类似物;GCGR 激动剂  | GLP-1R;GCGR;OXM   | III 期临床  | 2025-03-14     |
|                  | 替尔泊肽              | 礼来                   | GIPR 激动剂;GLP-1R 激动剂          | GIPR;GLP-1R       | III 期临床  | 2025-09-10     |
|                  | 瑞他鲁肽              | 礼来                   | GIPR 激动剂;GLP-1R 激动剂;GCGR 激动剂 | GIPR;GLP-1R;GCGR  | III 期临床  | 2025-09-10     |

资料来源：医药魔方，华源证券研究所；备注：数据截至 2026/05/09

## 1.1. 众生药业：ZSP1601 IIb 期数据亮眼，国产 MASH 新药取得关键突破

2026 年 5 月 7 日，众生药业公告披露，控股子公司众生睿创自主研发的一类创新药 ZSP1601 片，在治疗 MASH 的 IIb 期临床试验中取得积极顶线数据。试验顺利达成主要疗效终点，并在抗纤维化、降低肝脂肪含量及改善肝功能等多个维度展现出显著临床获益，公司计划基于该结果推进关键性 III 期临床试验，标志着国产原创 MASH 新药研发取得重要突破。

本次试验为多中心、随机、双盲、安慰剂对照设计，共入组 181 例经肝活检病理确诊的 MASH 患者。治疗 48 周后，试验顺利达成主要疗效终点：治疗 48 周后，ZSP1601 片 100mg 组和 50mg 组主要疗效终点应答率分别达到 64.9%和 57.6%，显著高于安慰剂组的 32.5%。

从疗效指标看，该产品抗纤维化价值突出。治疗 48 周后，100mg 组在“纤维化改善≥1 分且 MASH 无恶化”以及“纤维化改善≥2 分且 MASH 无恶化”两项关键指标上，相较安慰剂组的率差分别达到 29.5%和 10.6%，均取得统计学显著性结果，显示出较强的抗纤维化潜力。此外，35.1%的高剂量组患者肝脏脂肪含量下降≥50%，ALT、AST、GGT 等肝酶指标亦实现快速改善。

安全性方面，各剂量组整体不良事件发生率与安慰剂组基本相当，体现出良好的耐受性。

整体来看，ZSP1601 的 IIb 期亮眼数据，验证了产品独特的临床价值与成药潜力，公司研发实力持续兑现。



**图表 3：ZSP1601 片的 IIb 期临床试验顶线数据**

| 有效性数据                                                       | 具体指标                                                                                                                                               |
|-------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 主要终点（肝活检组织学显示 MASH 改善且纤维化无恶化,或纤维化改善 1 分及以上且 MASH 无恶化的参与者比例） | 100mg 组、50mg 组和安慰剂组的应答率分别为 64.9%、57.6%和 32.5%，与安慰剂组相比，率差分别为 31.85%和 27.37%                                                                         |
| 纤维化指标                                                       | 100mg 组与安慰剂组相比,纤维化改善 $\geq 1$ 分且 MASH 无恶化、纤维化改善 $\geq 2$ 分且 MASH 无恶化参与者比例扣除安慰剂后的率差分别为 29.50%和 10.60%                                               |
| 肝脏脂肪含量                                                      | 100mg 组 MRI-PDFF 较基线相对下降 $\geq 50\%$ 的参与者比例达 35.1%，显著高于安慰剂组（0%）                                                                                    |
| 肝脏酶学指标                                                      | 100mg 组 ALT 较基线降低 40.19U/L，显著优于安慰剂组（降低 20.69U/L）；100mg 组 AST 较基线降低 19.12U/L，显著优于安慰剂组（降低 11.33U/L）；100mg 组 GGT 较基线降低 20.10U/L，显著优于安慰剂组（降低 14.34U/L） |

资料来源：众生药业公司公告，华源证券研究所

## 1.2. 福瑞医科：专注肝病诊疗领域，持续受益 MASH 产业浪潮

在 MASH 产业链中，除创新药企业外，无创诊断环节同样具备长期成长空间。福瑞医科深耕肝病诊疗领域二十余年，旗下 Echosens 公司凭借全球首创、并经临床广泛验证的无创肝纤维化检测设备 FibroScan®，稳居全球无创肝病检测领域龙头地位。

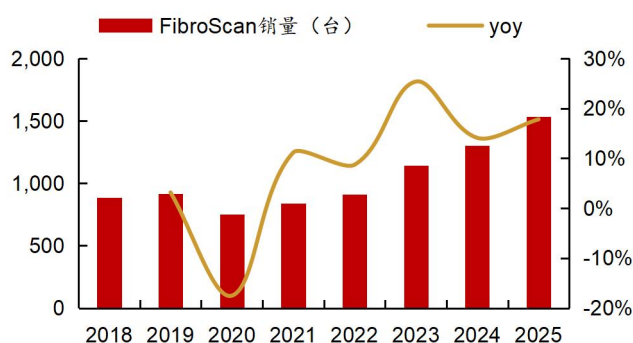
FibroScan®是全球首个基于瞬时弹性成像技术的肝脏无创检测设备,可通过 VCTE™( 振动控制瞬时弹性成像 ) 技术实现肝硬度 ( LSM )、脾硬度 ( SSM ) 以及肝脏脂肪变性 ( CAP™ ) 的定量检测，用于评估肝纤维化、门静脉高压及脂肪肝情况。该产品被世界卫生组织 ( WHO )、欧洲肝病学会( EASL )、亚太肝病研究学会( APASL )、美国肝病研究学会( AASLD ) 等多家权威机构列入指南或官方推荐，学术认可度与临床壁垒优势突出。

伴随全球 MASH 在研新药陆续披露关键临床数据、多款产品实现获批上市，行业正在逐步迈向诊疗一体化阶段，高危人群筛查、患者精准分层、药物治疗全程疗效监测的需求有望快速释放，无创肝脏诊断设备或将成为产业链的重要受益方向。

经营层面，公司器械业务增长动能强劲。2025 年，公司器械业务实现收入 11.34 亿元，同比增长 23.48%。其中，设备销售收入 6.25 亿元，占比 55%；按次收费、租赁及其他收入 5.09 亿元，占比 45%，商业模式持续优化。Echosens25 年实现净利润 2.5 亿元，同比增长 31.34%。截至 2025 年末，公司按次收费及租赁模式下的 FibroScan®GO、BOX、Handy 等设备已累计装机 1691 台。

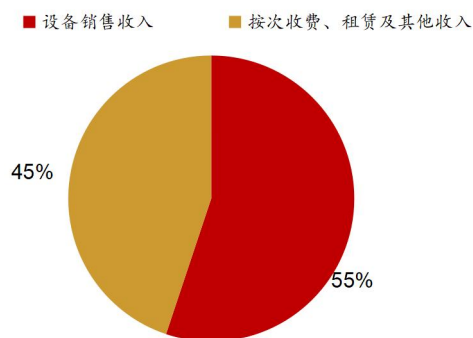
整体来看，当前 MASLD/MASH 行业景气度持续攀升，全球创新药研发不断突破，有望带动肝病筛查与疗效监测需求快速增长。我们认为福瑞医科作为全球无创肝病检测头部企业，FibroScan® 或将充分受益行业规模扩张，海内外终端需求有望持续释放，长期成长空间广阔。

图表 4: FibroScan 销量及增速 (2018-2025)



资料来源: 福瑞医科公司公告, 华源证券研究所

图表 5: FibroScan 不同销售模式收入占比 (2025 年)



资料来源: 福瑞医科公司公告, 华源证券研究所

## 2. 行业观点: 坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架

本周 (5.6-5.8)、年初至今医药指数涨跌幅分别为 0.31% 和 0.44%，相对沪深 300 指数的超额收益分别为 -1.03 pct 和 -4.79 pct。

个股情况: 本周上涨个股数量 285 家，下跌个股 176 家，涨幅居前个股为众生药业 (+22.57%)、博拓生物 (+19.09%)、华康洁净 (+16.54%)、\*ST 荣控 (+15.71%) 和达安基因 (+14.88%)。跌幅居前个股为 ST 迪瑞 (-26.32%)、ST 万邦 (-14.25%)、ST 嘉应 (-14.21%)、ST 金花 (-14.17%) 和 ST 海王 (-14.15%)。

图表 6: 本周申万医药行业涨幅 Top10

| 排序 | 代码        | 名称       | 市值 (亿元) | 本周表现   | 本月至今表现 | 年初至今表现 |
|----|-----------|----------|---------|--------|--------|--------|
| 1  | 002317.SZ | 众生药业     | 191.6   | 22.57% | 22.57% | 18.76% |
| 2  | 688767.SH | 博拓生物     | 62.0    | 19.09% | 19.09% | 9.98%  |
| 3  | 301235.SZ | 华康洁净     | 63.6    | 16.54% | 16.54% | 59.94% |
| 4  | 000668.SZ | *ST 荣控   | 26.9    | 15.71% | 15.71% | 86.76% |
| 5  | 002030.SZ | 达安基因     | 93.2    | 14.88% | 14.88% | 11.41% |
| 6  | 605369.SH | 拱东医疗     | 49.6    | 14.21% | 14.21% | 20.58% |
| 7  | 002044.SZ | 美年健康     | 241.5   | 13.63% | 13.63% | 16.86% |
| 8  | 688319.SH | 欧林生物     | 142.2   | 13.50% | 13.50% | 38.21% |
| 9  | 301111.SZ | 粤万年青     | 36.1    | 13.37% | 13.37% | 18.55% |
| 10 | 301093.SZ | 华兰股份     | 158.7   | 13.20% | 13.20% | 89.16% |
| 11 | 801150.SI | 医药生物(申万) |         | 0.31%  | 0.31%  | 0.44%  |
| 12 | 000300.SH | 沪深 300   |         | 1.34%  | 1.34%  | 5.23%  |

资料来源: Wind, 华源证券研究所

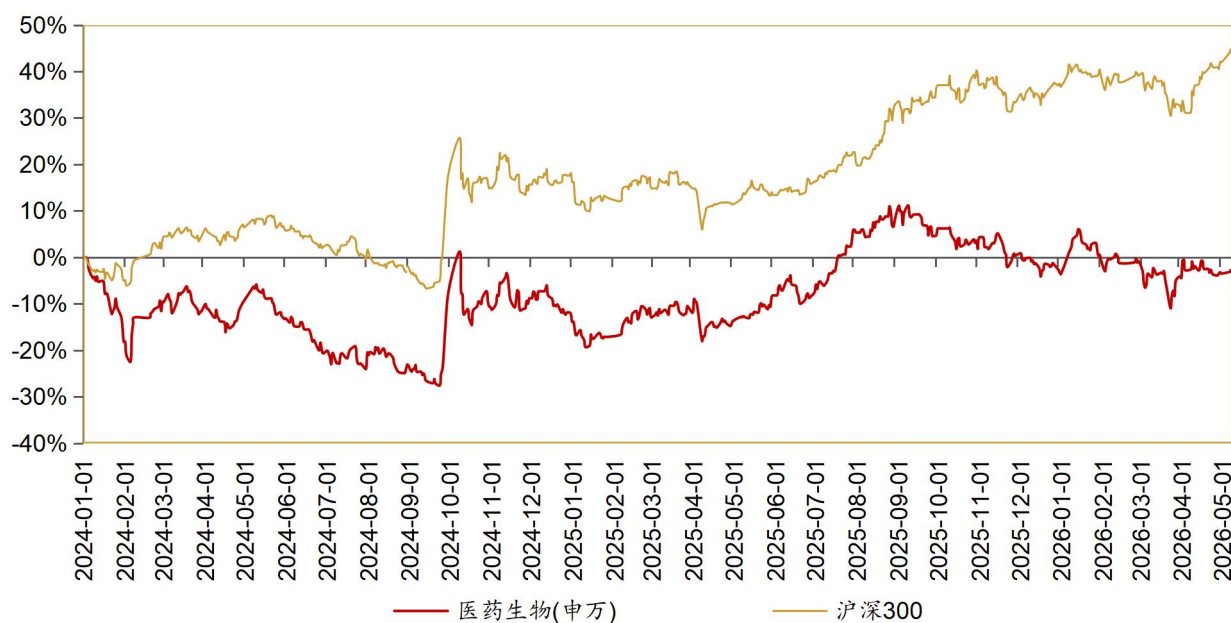


图表 7：本周申万医药行业跌幅 Top10

| 排序 | 代码        | 名称       | 市值 (亿元) | 本周表现    | 本月至今表现  | 年初至今表现  |
|----|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 1  | 300396.SZ | ST 迪瑞    | 23.3    | -26.32% | -26.32% | -33.80% |
| 2  | 002082.SZ | ST 万邦    | 149.4   | -14.25% | -14.25% | 75.38%  |
| 3  | 002198.SZ | ST 嘉应    | 25.4    | -14.21% | -14.21% | -28.73% |
| 4  | 600080.SH | ST 金花    | 24.4    | -14.17% | -14.17% | -13.26% |
| 5  | 000078.SZ | ST 海王    | 71.8    | -14.15% | -14.15% | -21.10% |
| 6  | 002581.SZ | *ST 未名   | 38.9    | -12.74% | -12.74% | -21.47% |
| 7  | 300677.SZ | 英科医疗     | 333.4   | -10.70% | -10.70% | 30.90%  |
| 8  | 002102.SZ | ST 能特    | 58.7    | -10.57% | -10.57% | -28.83% |
| 9  | 300347.SZ | 泰格医药     | 418.6   | -7.32%  | -7.32%  | -9.77%  |
| 10 | 002001.SZ | 新和成      | 992.4   | -7.21%  | -7.21%  | 28.19%  |
| 11 | 801150.SI | 医药生物(申万) |         | 0.31%   | 0.31%   | 0.44%   |
| 12 | 000300.SH | 沪深 300   |         | 1.34%   | 1.34%   | 5.23%   |

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：2024 年初至今医药指数表现



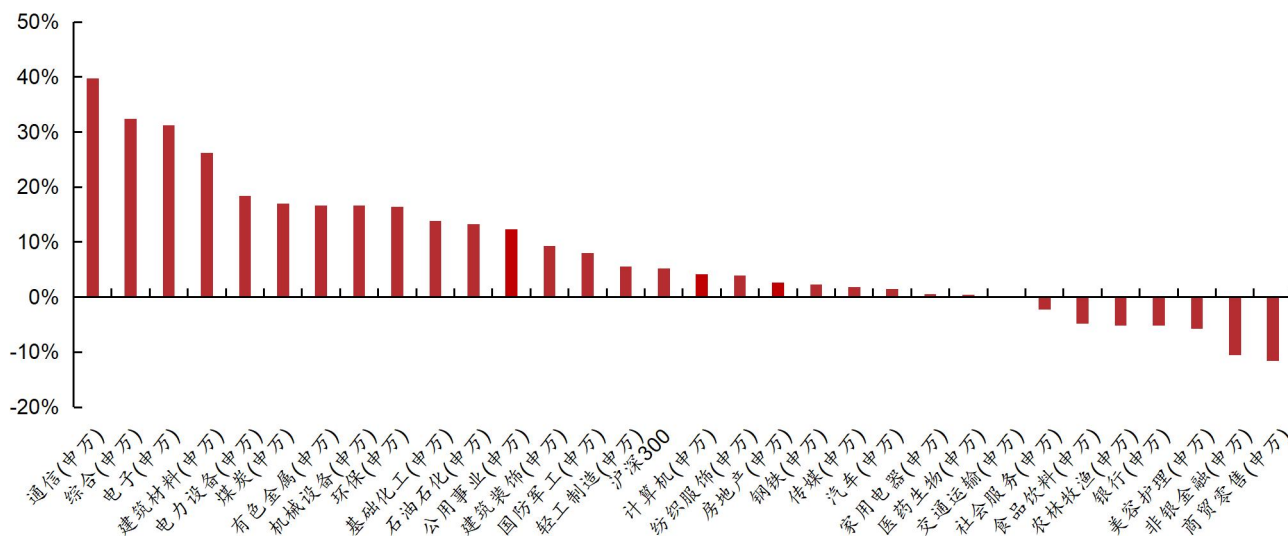
资料来源：Wind，华源证券研究所

#### 细分赛道涨跌幅情况：

本周，医疗器械 II (+1.9%)、生物制品 II (+1.3%)、化学原料药 (+1.3%)、医药生物 (+0.3%)、中药 II (+0.1%)、化学制剂 (-0.3%)、医药商业 II (-0.6%)、医疗服务 II (-1.2%)。

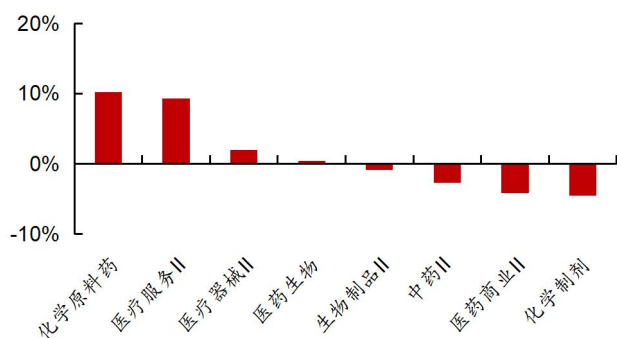
年初以来，化学原料药 (+10.2%)、医疗服务 II (+9.4%)、医疗器械 II (+2.0%)、医药生物 (+0.4%)、生物制品 II (-0.9%)、中药 II (-2.7%)、医药商业 II (-4.1%)、化学制剂 (-4.6%)。

图表 9：申万各板块年初至今涨跌幅情况



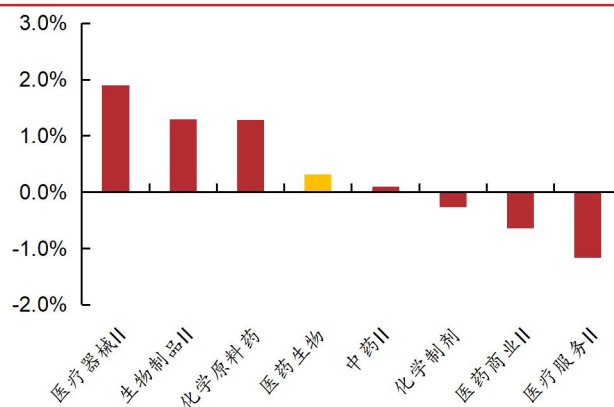
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 10：年初至今医药子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

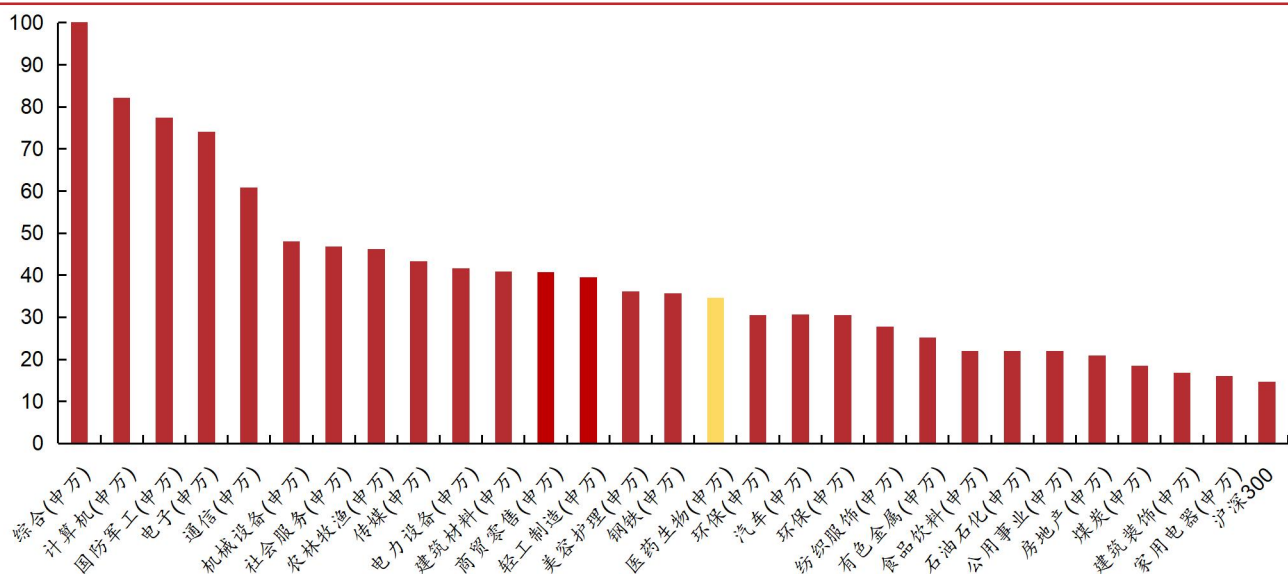
图表 11：本周医药子板块表现情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

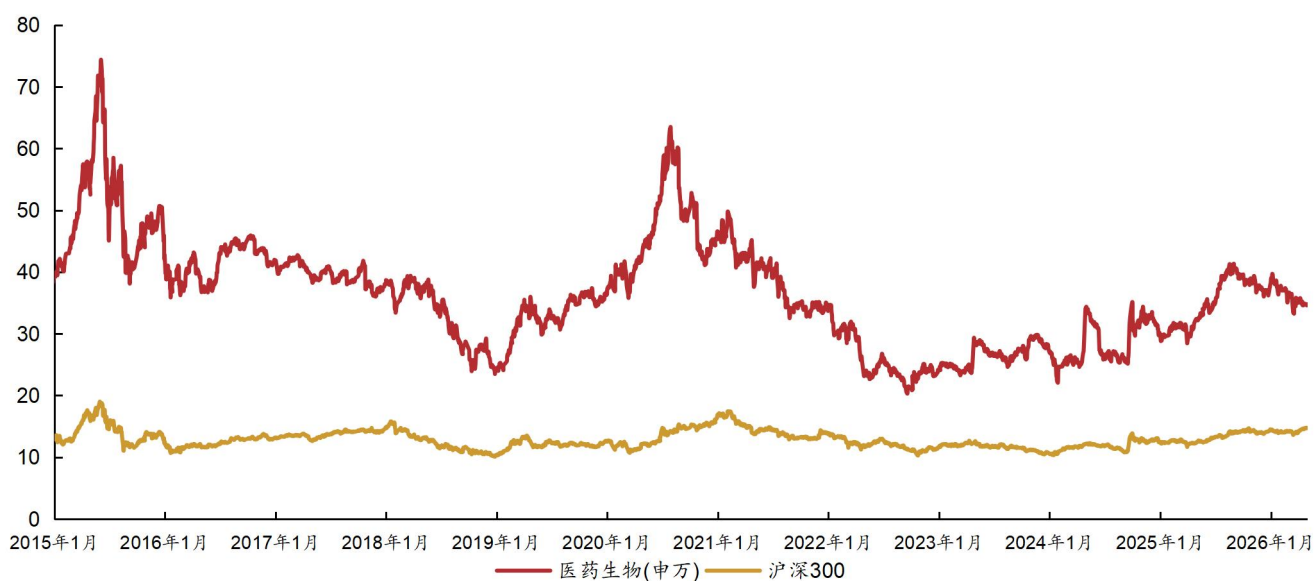
**板块估值：**截至 2026 年 5 月 8 日，申万医药板块整体 PE 估值为 34.62X，在申万一级分类中排第 16，从 PE 绝对值来看，目前医药估值仍在历史相对较低位置。各细分板块估值情况，目前化学原料药、生物制品 II、医疗器械 II 等板块估值相对较高，医药商业 II、中药 II、医疗服务 II 估值相对较低。

图表 12：申万各板块 PE 估值情况（截至 2026 年 5 月 8 日，整体 TTM 法）



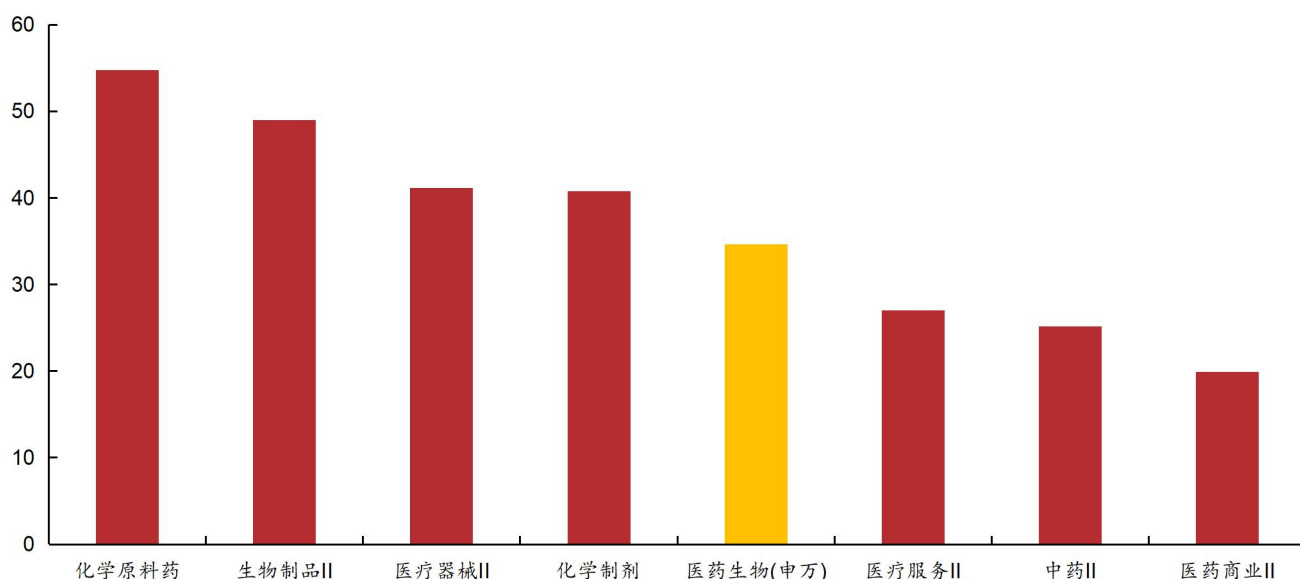
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 13：申万医药及沪深 300 PE 估值情况（截至 2026 年 5 月 8 日，整体 TTM 法）



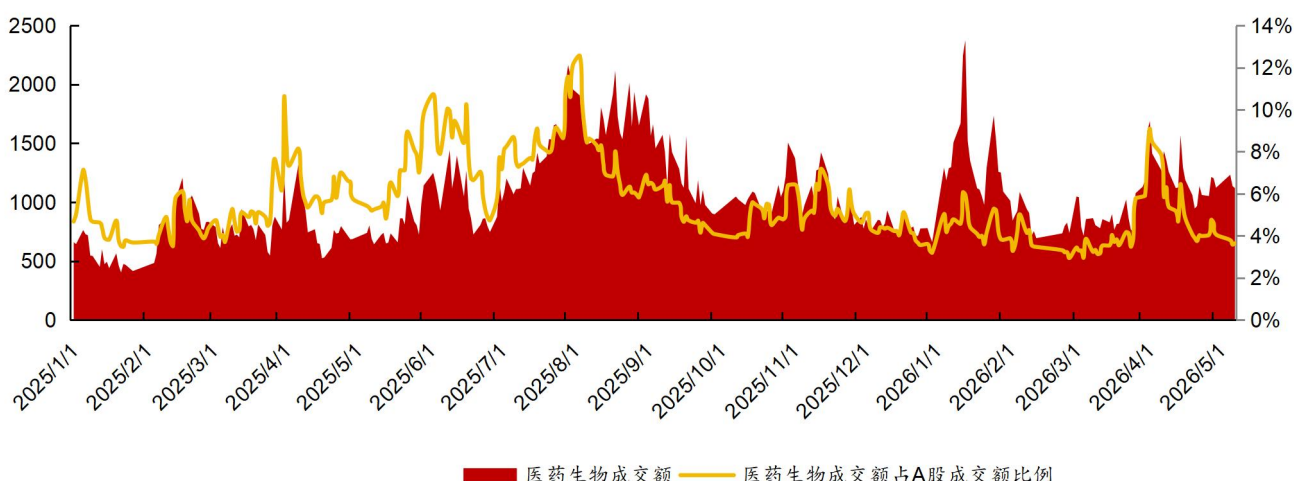
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 14：申万医药各细分板块 PE 估值情况（截至 2026 年 5 月 8 日，整体 TTM 法）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：2025 年初至今医药成交额及占 A 股比例（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

**投资观点：**2025 年中国创新药迎来 BD 出海创纪录，板块行情表现十分亮眼，作为未来 10 年的产业趋势，2026 年创新药有望延续亮眼表现，2026 年前三个月 BD 金额超 600 亿美元，产业基本面持续加强。同时，随着 AI 医疗、脑机接口、创新器械等领域快速发展，相关机会或将贯穿全年。另外，医疗消费和医药制造业绩有望在 2026 年触底反弹，估值迎来修复，结构性行情或将演绎。中国医药行业经过多年的产业调整，已经逐步完成了新旧动能的转换，行业成长韧性在持续加强，1) 中国创新药产业已具备一定规模，多家公司的创新布局迎来收获，传统 pharma 也已经完成创新的华丽转身，中国创新药研发能力已跃居全球前列，世界级的竞争力快速提升；2) 中国创新药 BD 崛起的背景下，带动创新药产业链尤其是早研和上游景气度持续回升；3) 出海能力持续提升，创新药械的 license out 频现，中国企业已成为全球 MNC 非常重视的创新转换来源。同时，中国医疗器械和供应链能力在全球的竞争力也

在显著加强；4）老龄化持续加速，银发经济长坡厚雪；5）支付端看，医保收支仍在稳健增长，同时医保局积极推动商业保险的发展，构建多层次支付体系；6）全球大科技浪潮下，AI 医疗、脑机接口等板块有望迎来发展机遇，释放新的增长动力。

整体来看，我们认为 2026 年医药行业有望持续边际好转，科技领衔行业变革、孕育新的成长动能，传统行业的经营性业绩有望触底好转，结构性高增长的细分领域和个股非常值得期待。展望 2026 年，坚持从“科技创新主导”+“业绩/估值修复”两大维度作为全年维度的投资框架：

**1) 创新药械及产业链：**国务院明确表态支持创新药全产业链发展，多地陆续出台相关政策，2025 年出海 BD 实现质变，我们认为创新药/械及产业是较为明确的产业趋势，建议关注恒瑞医药、科伦药业、信立泰、科伦博泰、康方生物、翰森制药、中国生物制药、三生制药、信达生物、泽璟制药、热景生物、科兴制药、福元医药、前沿生物、昂利康、汇宇制药、上海谊众、君实生物、佰仁医疗等。产业链方面，建议关注药明康德、药明生物、药明合联、凯莱英、泰格医药、昭衍新药、美迪西、百奥赛图、药康生物、百普赛斯、毕得医药等。

**2) 脑机接口、AI 医疗等新科技：**2026 年有望加速发展，脑机接口建议关注美好医疗、麦澜德等，AI 医疗建议关注鱼跃医疗、可孚医疗、美年健康、安必平、金域医学、医脉通、京东健康、阿里健康等。

**3) 制造出海：**欧美占据全球医药主要市场份额，市场空间大，新兴市场正在快速发展，海外潜在增量十分可观，建议关注微创医疗、迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、鱼跃医疗、三诺生物、美好医疗、海泰新光等。

**4) 国产替代：**国产替代依旧是未来几年较为确定的产业趋势，其中内窥镜、微电生理等市场空间大、竞争格局好、国产率低，主要建议关注开立医疗、澳华内镜、惠泰医疗、微电生理等。

**5) 老龄化及院外消费：**随着 50 岁以上的老年化群体持续扩大，相关的健康消费需求有望稳步增长，建议关注昆药集团、鱼跃医疗、可孚医疗、华润三九、同仁堂、马应龙、羚锐制药、盘龙药业等。

**6) 高壁垒行业：**麻药和血制品行业需求较为稳健，供给端相对稳定，建议关注麻药（恩华药业、国药股份等）、血制品（派林生物、天坛生物、博雅生物等）。

**本周建议关注组合：**上海谊众、药康生物、福瑞医科、海泰新光、美好医疗；

**5 月建议关注组合：**信立泰、君实生物、上海谊众、华纳药厂、海西新药、康诺亚、药康生物、健民集团、福瑞医科、海泰新光。

### 3. 风险提示

1) 行业竞争加剧风险：随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

2) 政策变化风险：分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；

3) 行业需求不及预期风险：若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。